

2020年02月03日

原油专题

产业研究中心

化工研究组

徐婧

Tel: 027-68851583

Email: xujing@mfc.com.cn

投资咨询编号: Z0012091

赵婷

Tel: 027-68851659

Email: zhaot@mfc.com.cn

投资咨询编号: TZ013667

黎磊

Tel: 027-68851583

Email: lilei@mfc.com.cn

投资咨询编号: TZ010303



更多研报, 扫码关注

疫情爆发砸油价, 否极泰来迎新春

投资要点

- 疲软的现实: 中国肺炎疫情通过消费、库存、利润、开工、进口逻辑线逐步传导至全球原油市场, 拖累全球原油需求增量及增速。
- 悲观的预期: 疫情蔓延至全球, 市场对原油需求悲观的预期再起, WTI 远期曲线由 Backwardation 转为 Contango, 资金增仓做空油价。
- 美好的未来: 迷雾终将散去, 花香迎面飘来。当新增疑似和确诊病例减少, 市场将重拾信心。低油价已经触碰到产油国敏感的神经, OPEC+考虑在 170 万桶的基础上再深化减产 50 万桶/日, 并延长减产协议至少至 2020 年 6 月, 油价终将迎来春天。

1 疲软的现实：疫情从消费、加工、进口传导至原油市场

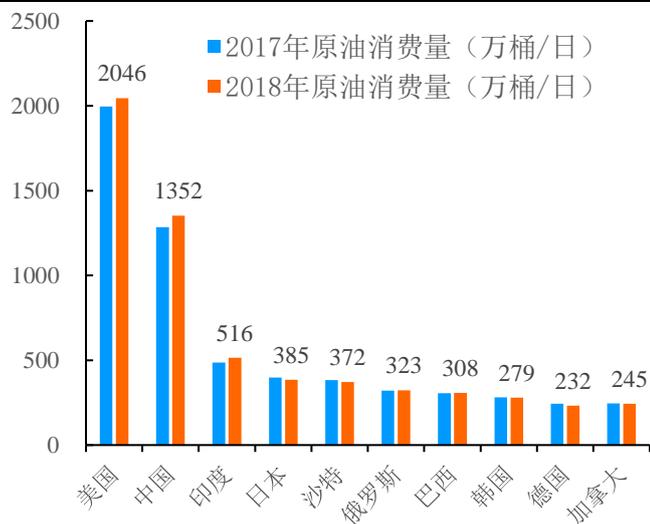
我国为防止疫情进一步扩大，采取网格化管理模式，限制人口和车辆流动，成品油大幅累库，炼厂调低汽柴油销售价格，但有价无市，市场成交清淡，倒逼炼厂延迟开工，减少原油进口量，全球原油需求最大的引擎丧失动力，造成实质性的需求疲软。

1.1 消费：中国是原油第二大消费国，需求增量主要贡献国

根据 BP 能源数据，2018 年，我国平均每天消耗掉 1352 万桶/日的原油，仅次于美国的 2046 万桶/日，中国现在是全球原油消费第二大国（图 1）。从需求增量看，2018 年，全球原油消费同比增加 143 万桶/日，中国原油需求增加 68 万桶/日，同比增速远高于全球原油消费增速，中国成为名副其实的原油消费增量主要贡献者（图 2）。

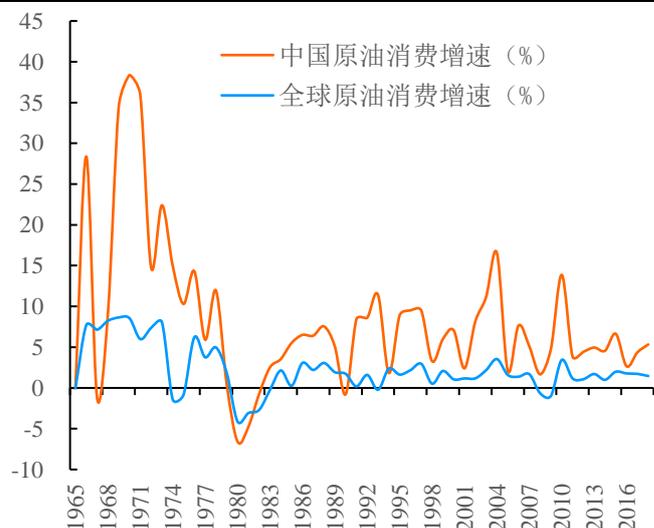
在疫情大规模爆发期，我国各省市采取网格化管理模式，火车停运、高速封路、国道管制，严格限制车辆和人口流动，全国成品油消费进入寒冬期。中国作为原油需求增长的引擎，突然间熄了火，全球原油需求增长停滞，疲软的需求现实对原油现货市场形成巨大压力。

图 1 全球主要国家原油需求量（万桶/日）



资料来源：BP，美尔雅期货

图 2 中国与全球原油消费增速比较



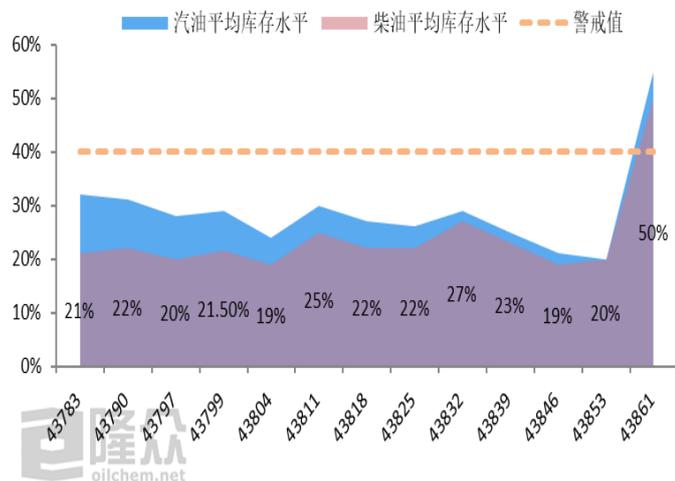
资料来源：BP，美尔雅期货

1.2 加工：成品油有价无市，地方炼厂被迫歇业

春节本是成品油消费旺季，由于疫情的突然来访，旺季转入到寒冬，打得地炼企业措手不及，造成山东地炼汽柴油库存率超过 40% 的警戒位置（图 3），引发炼厂大幅降价，但成品油市场仍处于有价无市的状态，炼厂利润大幅萎

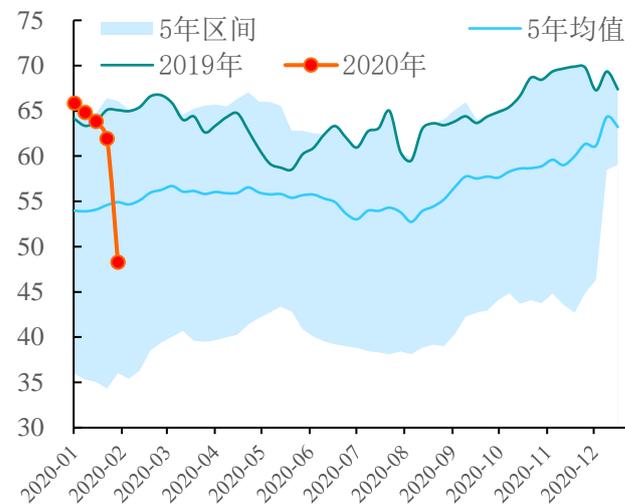
缩，叠加工人不能按时到岗，山东地炼常减压装置开工率下滑至 48%（图 4），对原油的直接需求大幅下滑。

图 3 山东地炼成品油库存走势图（万桶/日）



资料来源：隆众，美尔雅期货

图 4 山东地炼常减压装置开工率走势图（%）

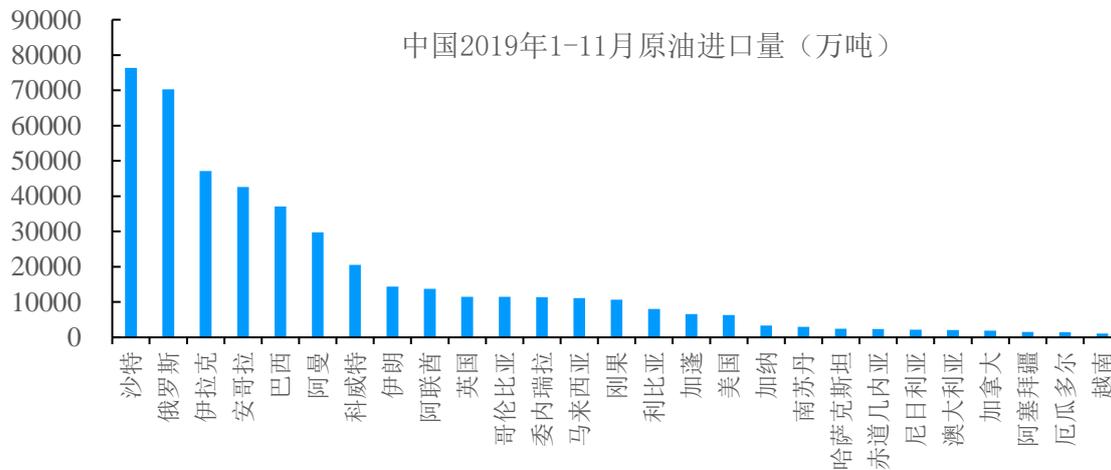


资料来源：隆众，美尔雅期货

1.3 进口：中国缩减原油进口量，原油市场供给过剩

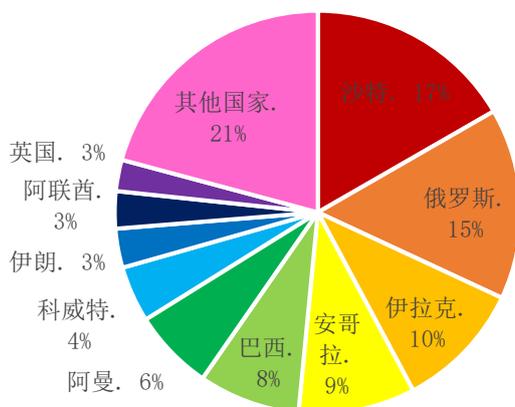
19 年，中国原油进口依赖度超过 70% 的警戒线，从图 5 可以看出，我国主要从沙特、俄罗斯、伊拉克等国进口原油，中国已然成为中东原油最大买家（图 6、图 7）。在成品油消费疲软，库存大幅增加，炼厂被迫延迟开工的情况下，中国势必缩减从中东及北美的原油进口量，中东地区的原油面临巨大的抛压，全球原油现货市场进入供给过剩状态，OPEC 为期一年的减产功亏一篑。

图 5 2019 年 1-11 月中国从各国进口原油量



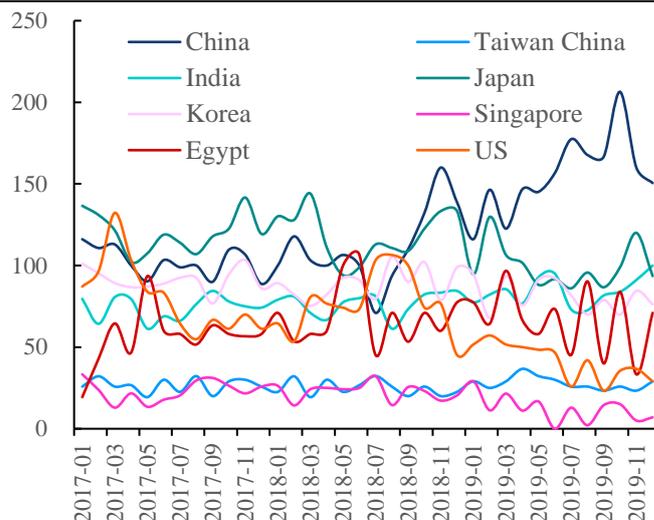
资料来源：海关总署，美尔雅期货

图 6 2019 年 1-11 月中国进口原油占比



资料来源: Bloomberg, 美尔雅期货

图 7 沙特至各国家原油出口量 (万桶/日)



资料来源: Bloomberg, 美尔雅期货

2 悲观的预期: 原油结构大变天, 机构乘机空油价

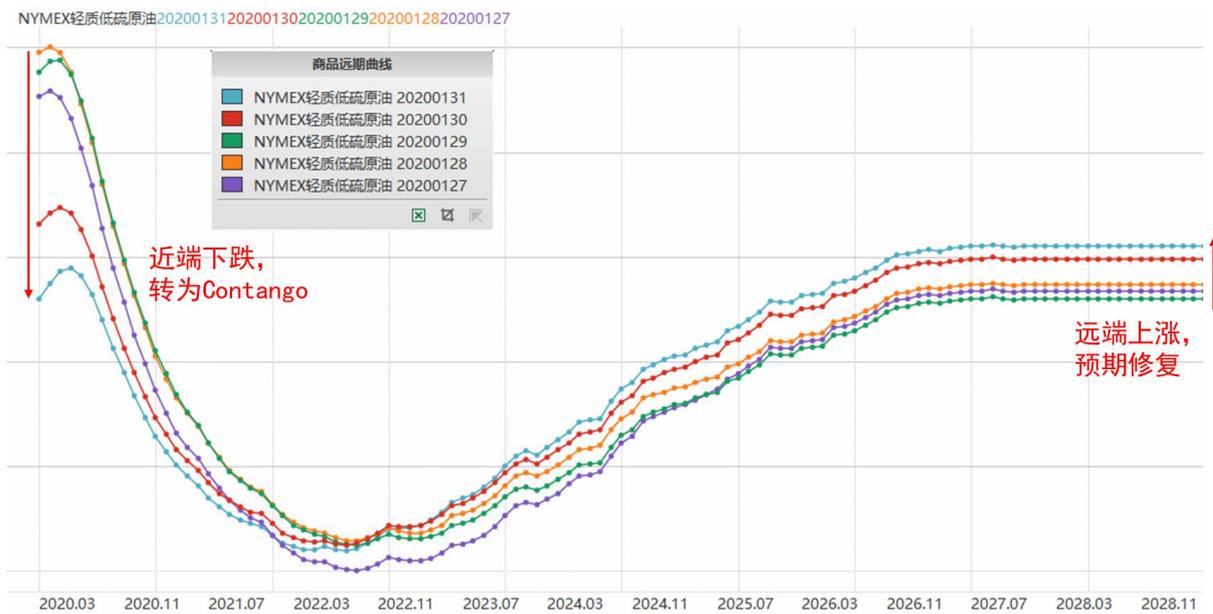
除了疲软的现实, 疫情更大的威力是造成悲观的预期, 本次疫情打破了前期中美阶段性贸易协议带来的良好氛围, 市场对需求的悲观预期再起, 在疲软的现实和悲观的预期双重打压下, 油价跌跌不止。

2.1 远期曲线: 由 Backwardation 转为 Contango, 油价步入熊市

原油的远期曲线有 Contango、Backwardation 两种结构。Contango (升水) 是指远期价格高于近期价格, 远期曲线向上倾斜, 代表期货市场处于熊市之中。Backwardation (贴水) 指远期价格低于近期价格, 远期曲线向下倾斜, 代表期货市场处于牛市之中。

随着国际油价近月合约跌幅超过远月合约, WTI 远期曲线近端由 Backwardation (供不应求) 转变为 Contango (供过于求), 说明市场对原油的预期已经发生了转变, 国际油价步入熊市之中, 而远端随着 OPEC+ 将于近期开会商讨减产的消息整体上移, 远端的预期开始修复 (图 8)。

图 8 2020 年 1 月 27-31 日 WTI 远期曲线变化



资料来源: Wind, 美尔雅期货

2.2 机构持仓: 多头恐慌出逃, 空头乘机获利

在疲软的现实和悲观的预期双重打压下, 原油基金多头恐慌性出逃, 而空头乘机大幅加仓做空油价。目前, WTI 已经跌至 2019 年 6 月 5 日、8 月 7 日、10 月 3 日低点, 基金多头持仓相比以上三个时点还多 5 万手, 这是在等待疫情好转及 OPEC+深化减产的消息 (图 9)。而基金空头持仓量与 6 月、8 月的量持平, 与 10 月持仓量相比, 还有进一步增仓的空间 (图 10)。从基金多空持仓来看, 市场仍处于悲观的预期中, 需要外部变量 (例如疫情好转、OPEC+深化减产) 来打破这种局面。

图 9 WTI 与基金多头持仓关系

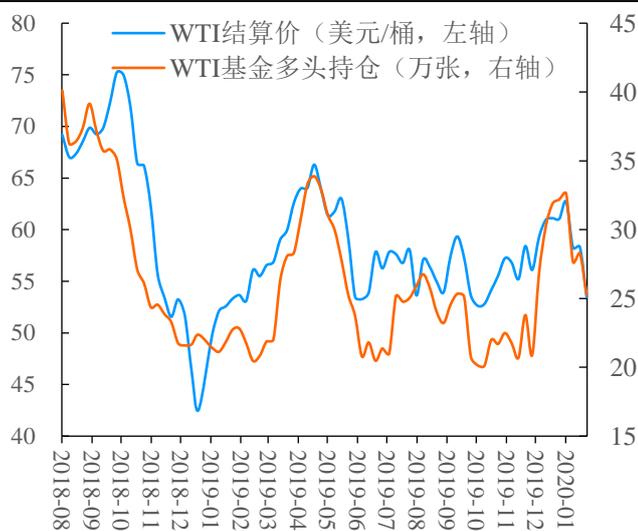
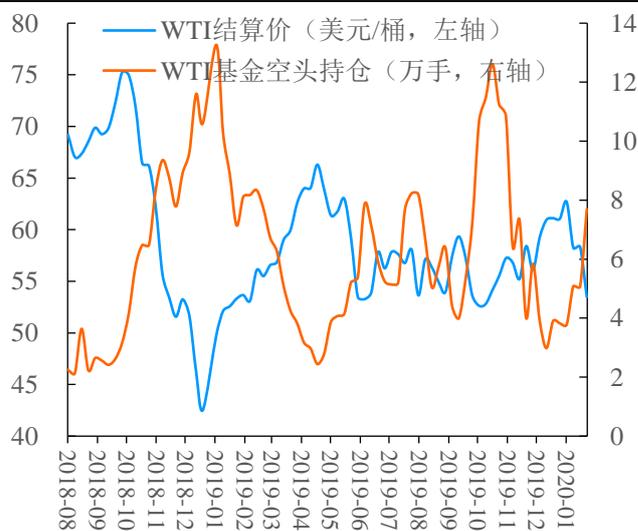


图 10 WTI 与基金空头持仓关系



资料来源：CFTC，美尔雅期货

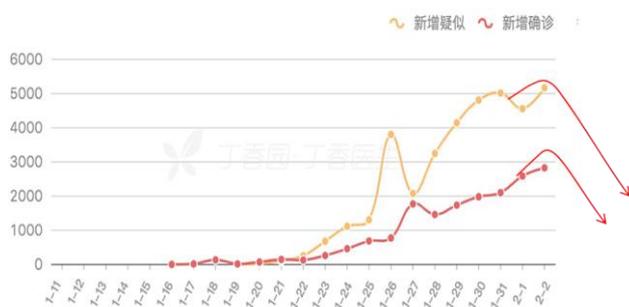
资料来源：CFTC，美尔雅期货

3 未来的希望：静待春暖花开，期望油价上涨

中国的肺炎疫情从现实和预期两方面影响原油需求，在疫情没有好转前，油价将持续处于弱势。在这个特殊时期，对控制疫情的信心就是黄金，疫情的发展趋势就是未来的油价走势，如果把疑似和确诊病例看成一段艰难的路程，新增疑似和确诊人数就是速度（图 11），当速度放缓接近 0 的时候，确诊和疑似病例就不会再增加了（图 12），说明肺炎得到了控制，此事，市场信心恢复，悲观的预期发生扭转，油价迎来上涨的曙光。

图 11 全国疫情新增趋势图

全国疫情新增趋势图



资料来源：丁香园，美尔雅期货

图 12 全国疫情累计趋势图

全国疫情累计趋势图



资料来源：丁香园，美尔雅期货

对于原油市场，我们不仅要看供需决定油价的正反馈，还要关注油价对供需的负反馈。目前油价已经跌至美国页岩油新井成本线，同时也到了欧佩克产油国的心理线，油价大幅下跌最先坐不住就是以沙特为首的 OPEC+，有消息称，OPEC+正考虑在 2 月 14 日-15 日召开会议，并计划进一步减产 50 万桶/日，而大多数欧佩克成员同意进一步减产，结合此前欧佩克延长减产计划至少至 6 月的消息，可以形成的预期是，OPEC+将在 2020 年 3 月-6 月减产 220 万桶/日，在需求大幅走弱的背景下，供给收缩预期将托底油价，叠加疫情控制后各省份恢复开工，油价终将引来上涨的行情（图 13）。

图 13 WTI 主力合约 4 小时走势图（美元/桶）



资料来源：文化财经，美尔雅期货

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为美尔雅期货研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。